

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 32120091150605

UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

股息税改革经济影响的实证研究

The Economic Consequence of Dividend Tax Reform

指导教师姓名: 赵景文 副教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2012 年 04 月

论文答辩时间: 2012 年 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2012 年 04 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为教育部人文社会科学规划基金项目“两税合并、上市公司盈余管理及其经济后果研究”（批准号 09YJC630138）课题（组）的研究成果，获得（                      ）课题（组）经费或实验室的资助，在（                      ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 摘要

股息的相关研究是财务研究的重要领域之一，股息税也是学术界的热门话题。2005年6月我国实施股息税改革，将股息税率由20%下调为10%（按所得额减半征收），为我国股息税的实证研究提供了数据及资料。本文从权益价格、资本成本与股利政策三个角度，通过理论与实证研究相结合的方式，全面分析2005年股息税改革带来的经济影响。

在股息税的相关理论中，关于税收与权益价格的研究由来已久，从MM理论开始，发展出代理理论、顾客效应理论、信号传递理论等理论。税收与资本成本的理论按照对市场条件的不同假设则可分为传统观（双重课税将提高公司资本成本）、现代观（由于股息税降低了留存利润的机会成本，因而是中性的）及核心公司论（股息税对成长期公司的影响大于对成熟期公司的影响）；关于股利政策的理论包括自制财务杠杆理论、税差理论、税后CAPM理论等。

在理论研究的基础上，我们对股息税三个方面的经济影响进行了实证检验，这也是本文最重要的部分。首先，本文利用了虚拟变量事件法，将股票按照其股利发放率进行分组，通过CAPM和三因素模型对股息税减税前后的超额收益率进行验证，发现彼时的中国投资者不能识别减税对于不同股利支付层级公司的不同影响；其次，本文是国内首篇通过分析师预测数据推算公司资本成本的文章，并且通过三种剩余收益模型来计算权益资本成本。此部分实证结果显示公司资本成本在税改前后的变化程度与机构投资者持股比例呈现负相关关系；最后，本文验证了不同类型机构投资者的持股比例、最终控制人类型及股利支付层级等因素对于公司在股息税改革前后股利率变动的影响。

在前两部分的研究基础上，本文在最后一章提出了股息税制度改革的政策建议，从保护中小投资者利益角度出发，通过引入法律法规等制约手段来规范上市公司的股利分配行为，从而引导上市公司更加理性地设计股利政策。相关部门也应当充分发挥监管功能，引导上市公司制定适当的股利政策。

**关键词：** 股息税 减税 权益价格 资本成本 股利政策

## ABSTRACT

Dividend is always been an important topic in the fields of financial research, and dividend tax is a fundamental part of dividend. On June 2005, the Reform of Dividend Tax was implemented in China, which include reduced the dividend tax rate from 20% to 10%. This reform provided data and information to empirical study of dividend tax in China. This article refers to aspects of dividend tax, including equity price, the cost of capital and dividend policy. By combine the theoretical research and empirical research method, we hope get a comprehensive analysis of the economic impact of the dividend tax reform in 2005.

In the theoretical part, the study of dividend tax and equity prices can be traced back to the MM theory in the 1960's. Then the academics developed other theories such as agency theory, customer-effect theory, signaling theory. The theory relating to then cost of capital can be divided into three parts according to different assumptions of market conditions: Traditional View, (double taxation will increase the company cost of capital), New view (The reducing of dividend tax reduce the opportunity cost of retained earnings, which lower the cost of capital) , Nucleus theory of the firm (dividend tax effect then growing company larger than the mature company). The theories relate dividend policy including the signal theory, the tax differential theory and after-tax CAPM, etc.

On the foundation of theoretical studies, the empirical test of economic impact of dividend tax on three aspects is the key section of article. Firstly, we found that the Chinese investors cannot identify tax cuts effects from different dividend payout ratio firms, using the CAPM and three factor model to calculate abnormal return. Second, this article is the first one in China which calculated the cost of capital by the analyst forecasts, and got conclusion that the cost of capital did not change significantly after the dividend tax reform. Finally, we tested the effects of institutional investors, the ultimate controller and dividend payout level on dividend policies through the dividend

tax cut, and found evidence of the assumption.

We forward several policy proposals in the fourth chapter based on the empirical research in the third chapter, which suggest that China should consider the abolishment of double dividend taxation in accord with the pace of income tax reform.

**Key words:** Dividend Tax; Tax Reform; Equity Price; Cost of Capital; Dividend Policy

厦门大学博硕士论文摘要库

# 目 录

<b>第一章 绪论</b>	1
1.1 研究背景和目的	1
1.2 研究内容、方法及主要贡献	3
1.2.1 研究内容	3
1.2.2 研究方法	3
1.2.3 本文主要贡献	4
<b>第二章 文献综述</b>	6
2.1 股息税对于权益价格的影响	6
2.2 股息税对于公司资本成本的影响	8
2.2.1 传统观 (Traditional View)	8
2.2.2 现代观 (New view)	9
2.2.3 核心公司论 (Nucleus Theory of the Firm)	10
2.3 股息税对于上市公司股利政策的影响	11
2.3.1 税差理论	11
2.3.2 自制财务杠杆理论	12
2.3.3 税后 CAPM 模型	12
2.4 我国股息税制度模式及分析	13
2.4.1 企业所得税与股利	13
2.4.2 个人所得税与股利	14
2.4.3 我国股息税制目前存在的问题	14
<b>第三章 实证研究</b>	16
3.1 股息税对上市公司股价的影响	16
3.1.1 确定事件窗口	16
3.1.2 股息税对 A 股市场整体影响	17
3.1.3 实证方法与模型、样本的数据选取	18

3.1.4 实证检验结果及分析 .....	20
<b>3.2 股息税对公司资本成本的影响 .....</b>	<b>23</b>
3.2.1 研究假设 .....	23
3.2.2 实证方法与模型、样本的数据选取 .....	24
3.2.3 实证检验结果及分析 .....	30
<b>3.3 股息税对公司股利政策的影响 .....</b>	<b>33</b>
3.3.1 我国上市公司的股利支付情况 .....	33
3.3.2 实证方法与样本数据选取 .....	34
3.3.3 实证检验结果与分析 .....	37
<b>第四章 结论与政策建议 .....</b>	<b>44</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>47</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>51</b>



# Contents

<b>Chapter 1 Introduction</b>	1
<b>1.1 Back ground and puopose</b>	1
<b>1.2 Research contents and Methods and Contribution</b>	3
1.2.1 Research Contents	3
1.2.2 Research Methods	3
1.2.3 Research Contribution	4
<b>Chapter 2 Literature Retrospect</b>	6
<b>2.1 Dividend Tax and Equity Price</b>	6
<b>2.2 Dividend Tax and Cost of Capital</b>	8
2.2.1 Traditional View	8
2.2.2 New view	9
2.2.3 Nucleus Theory of the Firm	10
<b>2.3 Dividend Tax and Dividend Policy</b>	11
2.3.1 Tax Differencial Theory	11
2.3.2 Homemade Financial Leverage Theory	12
2.3.3 After-tax CAPM theory	12
<b>2.4 Dividend Tax System in China</b>	13
2.4.1 Corporate Imcome Tax	13
2.4.2 Perersonal Imcome Tax	14
2.4.3 Exsisting Problems	14
<b>Chapter3 Empirical Test</b>	16
<b>3.1 Dividend Tax and Equity Price</b>	16
3.1.1 Determine the Event Window	16
3.1.2 Effect of Dividend tax reform on stock market	17
3.1.3 Empirical test Model and data	18
3.1.4 Outcome and Analysis	20
<b>3.2 Dividend Tax and Cost of Capital</b>	23

3.2.1 Method and Assumption .....	23
3.2.2 Empirical test Medol and data .....	24
3.2.3 Outcome and Analysis .....	30
<b>3.3 Dividend Tax and Dividend Policy .....</b>	<b>33</b>
3.3.1 Dividend Pay Out in China .....	33
3.3.2 Empirical test Model and data .....	34
3.3.3 Outcome and Analysis .....	37
<b>Chapter 4 Conclusion and Policy Suggestion .....</b>	<b>44</b>
<b>Reference .....</b>	<b>47</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>51</b>

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景和目的

2005 年 6 月 13 日，国家税务总局、财政部颁布了财税[2005]102 号文件《关于股息红利有关个人所得税政策的补充通知》，其中规定了对于个人投资者从上市公司取得的股息红利所得，暂减按 50% 计入应税所得额<sup>①</sup>。而在此之前，个人投资者收到股息和红利按照 20% 的税率征收个人所得税。我国的此次改革由于仅对股息税进行了调整，而资本利得税的税率没有变化，相较于美国 2003 年股息资本利得税双重减税、德国 2000 年的税收改革而言研究环境更为纯净。而且此次改革是我国资本市场发展 20 年中较为重大的股息税变动，数据样本较为充足，这些为研究股息税的经济影响提供了良好的“实验环境”。

过去四十年来，股利的相关研究都是财务学研究中的一个比较重要的领域，而税收在其中扮演了重要角色。Fischer Black (1978)<sup>[1]</sup>指出：“即使存在另一种相对无税收的方式，人们依然愿意为现金股利支付大量的税收”，他说“我们越是努力研究它，它就越像一个‘谜’”。解释股利之谜有许多假说，但之所以存在众多假说，也是因为至今仍存在诸多争论。因此研究股息税在理论上是有一定意义的，而实证研究又对理论研究起着验证作用。

国外在股息税的理论研究方面，从二十世纪六十年代的 MM 理论起源，在权益价格、资本成本及股利政策等方面都发展出了许多理论。在股息税改革的实践方面，从 20 世纪 60 年代以来，有超过 20 个国家进行了“两税合一”的税收改革，包括美国、德国、丹麦、卢森堡等，这些改革为国外学者们提供了充足的数据及实证条件。

在我国资本市场成立的 20 年以来，证券监管部门在探索和调整中对股息税政策进行了三次重要的改革：1994 年起将股息红利纳入征税范围，1997 年进行 20% 的股息税征收操作，2005 年将税率减半征收。在 05 年之前，我国的相关理论与实证研究处于相对空白的状态，理论研究仅限于讨论重复课税对于投资者的损害，深度不够；05 年股息税改革之后，有些许学者进行了实证研究，但都较为零散。

<sup>①</sup> 我国财政部与税务总局于 2005 年 6 月 13 日颁布《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》。

股息税具有重要的影响，然而其存在又被认为是不合理的，因此研究股息税具有现实意义。

股息税能够影响资本的要求报酬率，进一步影响到投资者和筹资人的决策。这表现在三个方面：

第一，股息税的存在会影响投资者的资产配置决策。投资者在进行决策时，最主要考虑的因素是税后报酬率的高低，并依据报酬率决定将资金投向公司部门或是非公司部门。然而由于股息存在着双重课税，即在征收公司所得税后还需要缴纳股息税，这让公司部门的税后报酬率降低，也使得投资者在进行资产配置决策时更多地倾向于非公司部门(钱晟、卢凌波，2002)<sup>[2]</sup>。

第二，股息税影响利润分配与留存决策。在大部分情况下，资本利得税率都低于股息税税率，因而公司在选择利润分配方式时，会倾向于少分配股利而多保留利润，以避免分发股利时被重复课税。股息税的存在降低了公司内部留存资金的资本成本，降低了公司的投资动力，不利于提高资本投资效率。

第三，股息税会对公司的筹资决策产生影响。当公司在股权与债务之间选择筹资方式时，由于股息要受到双重课税，增加了股票融资的边际成本，而债务利息支出可以抵扣税款，起到税盾作用，所以在财务上债券会优于股票。此种情况会增加公司的财务杠杆，增大公司的风险(王逸、姚涛文，2006)<sup>[3]</sup>。

股息税存在的不合理性包括以下方面：

第一，由于支付股息的资金来源于企业的税后利润，这就意味着这部分资金在分红公司交纳了所得税后，当流转 to 投资者手中时又需要再次缴纳股息税，造成重复课税。

第二，股息税导致不平等的发生。在我国，中小投资者相对于机构投资者往往处于弱势地位，不管是从经济角度、专业角度还是经验角度均落后于机构投资者，其收益率也低于机构投资者。在这种情况下，税法依然对大部分机构投资者免税，这拉大了中小投资者与机构投资者间收益率的差距。

本文将从权益价格、资本成本及股利政策三个方面分别进行实证研究，系统地验证股息税改革所产生的经济影响，这对于我国证券税收领域的课题而言，是一个值得深入研究的问题。

## 1.2 研究内容、方法及主要贡献

### 1.2.1 研究内容

第一，对股息税相关领域进行文献综述。在股息税收领域，学术界从多角度进行了论述。我们将理论研究区分为权益价格、资本成本及股利政策三个方面分别进行文献综述，对股息税对于投资人与筹资人决策的影响进行探讨。

第二，构建量化模型，比较股息税改革前后我国权益价格、资本成本与股利政策的变化。我们通过事件研究法比较股息税改革前后的权益价格变化，并审慎考虑事件窗口的选择；利用三种不同的剩余收益模型来计算资本成本以确保结论的可靠；从多个角度分别剖析股息税减税对于股利政策的影响。

第三，借鉴成熟证券市场的税收制度，结合我国 2005 年股息税改革的实证影响及成熟资本市场的税收政策，对我国股息税改革提出政策建议。

### 1.2.2 研究方法

本文采用的研究方式主要为实证研究：1、通过事件研究法，以 CAPM 模型和修正的 Brennan 税后 CAPM 模型对股息税减税前后股票的超额收益进行计算；2、通过三种剩余收益模型分别测算股息税改革前后的资本成本，并进行综合回归；3、从股利率发放率、机构投资者持股比例、最终控制人类型、所处行业等多个角度对样本进行检验。

本文的研究结构如图 1.1 所示：

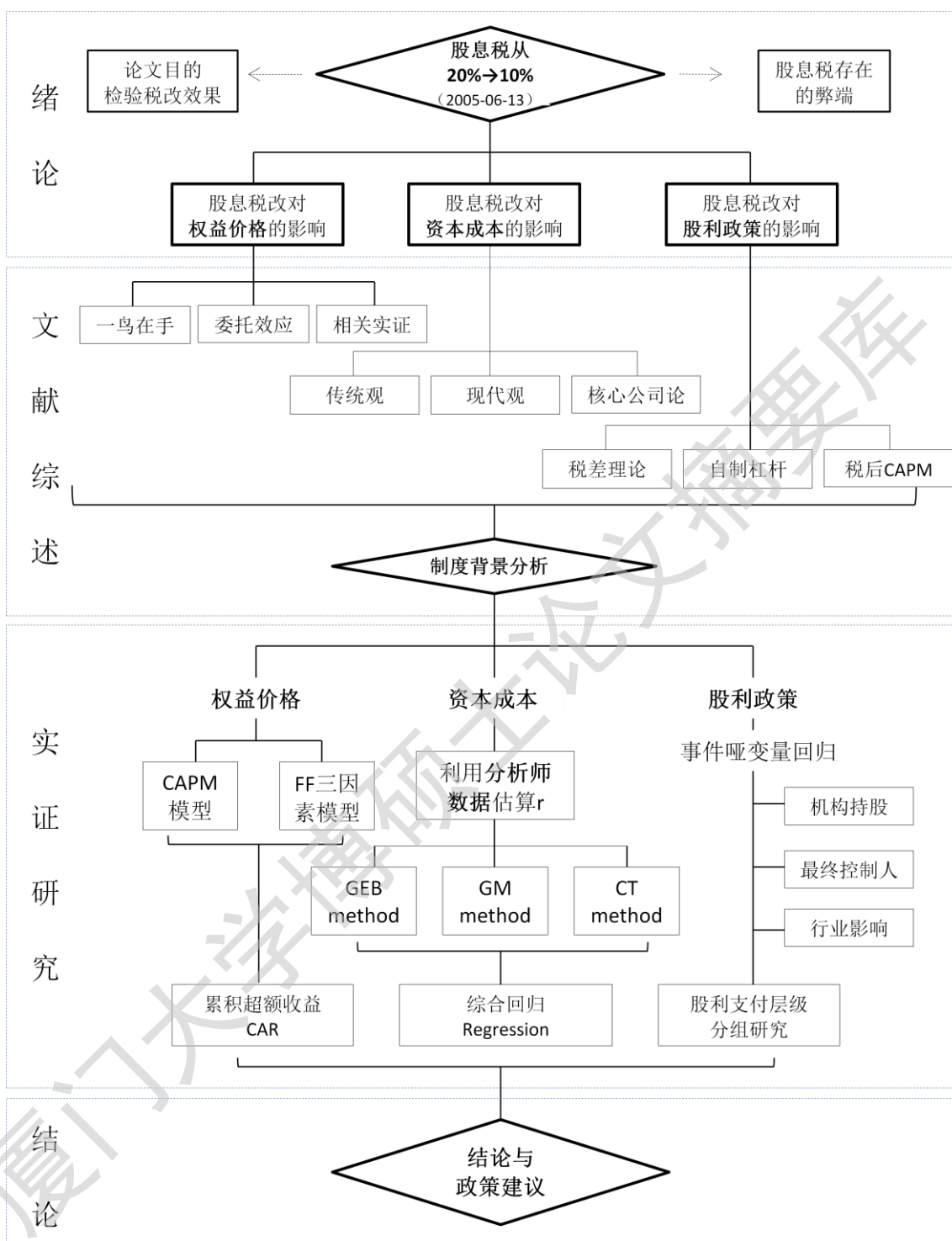


图 1.1: 论文研究结构图

### 1.2.3 本文主要贡献

过去二十年,我国政府引导与鼓励我国资本市场持续发展,然而股息税的存在与我国政府政策所引导方向并不一致。由于我国上市公司回报投资者的意愿较

差，我国证券监督部门从保护投资者利益的角度出发，鼓励甚至强制上市公司进行分红<sup>①</sup>。加之股息税的存在降低了投资者对股利的期望收益率，加剧了股东间的不平等，其弊端也愈加突出，终将损害投资者利益。因而推动我国股息税改革，保护中小投资者利益对我国资本市场发展起着重要作用，而本文亦旨在此方面有所贡献。

研究股息税政策改革带来的经济影响有着重要的意义，一方面可以为投资者的投资决策、企业的融资决策及股利政策提供依据，更重要的是可以为我国的证券税收制度建设提供依据。与之前文献相比，本文对股息税的经济影响进行了全面的检验，包括权益价格、资本成本及股利政策三个方面，我国大多数相关文献覆盖的仅是其中一个方面；其次本文是国内首篇利用分析师预测数据推算资本成本的文章，与采用事后股价数据推断收益率的文章相比，更能够准确模拟减税事件发生时的实际情况；再次，本文采用严格的实证方法，在权益价格与资本成本的检验中均采用两种以上模型进行回归检验，对股利政策亦考虑了多种影响因素，以较为全面和严谨的实证方法检验了股息税改革产生的效用。

---

<sup>①</sup> 2004 年我国证券监管部门曾规定近三年没有现金分红的上市公司不得再融资，然而由于分红是在税后净收入中进行分配，分配后仍需纳税，因而该分红条款被称为“强制纳税”条款。

## 第二章 文献综述

股利指股份公司按发行的股份按比例分配给股东的利润。二十世纪六七十年代，学者们开始研究股利政策，并逐渐引入税收相关问题。股利相关研究经过半个世纪的发展，已经覆盖到许多专题，包括公司绩效、资本结构、利益输送等多个方面。本部分主要着眼于股息税所产生的经济影响的文献研究，包括权益价格、资本成本和股利政策三个方面。

### 2.1 股息税对于权益价格的影响

股利与股票价格的相关研究最早可以追溯到 M. Gordon (1959) 的一鸟在手理论，他认为投资者倾向于获得当期的而非未来的收入，即当期的现金股利，因而当公司提高股利支付率时，会降低收入的不确定性，投资者则会降低预期报酬率，从而使得股价上升<sup>[4]</sup>。两年后，Miller and Modigliani 在其论文《股利政策，增长和公司价值》(1961) 中提出了著名的“MM 股利无关论”<sup>①</sup>，紧接着在 1963 年将公司税的影响因素引入模型，从而得出了有税情况下 MM 理论的结论：尽管股权融资的资本成本会随负债比率的增加而提高，但由于税盾的存在，当负债比率上升时企业的加权平均资本成本将下降，企业的收益乃至企业价值就越高<sup>[5]</sup>。公司税情况下的 MM 理论开创了股息税相关研究的先河。

Elton 和 Gruber (1970) 提出委托人效应理论，认为投资者分为不同的群体，各自偏好不同的股利政策，而其偏好将受到其所处税收等级的影响<sup>[6]</sup>。此外，经济学家们还对股利与股价的相关性进行了许多研究，提出了自制财务杠杆理论、顾客效应理论、税后 CAPM 等一系列理论，从不同角度解释了股利与税收对于股票价格的影响。

有关股息税与权益价格的实证研究也可谓数量众多。上个世纪八十年代里根政府对股息税进行了改革，他简化了个人所得税从而使得股息税降低；克林顿政

<sup>①</sup>无税的 MM 理论认为，在资本市场充分有效、不考虑市场交易费用，也不存在公司所得税和个人所得税的情况下，企业价值取决于投资组合和资产的获利能力，而与资本结构和股息政策无关。因为资金成本并不取决于资本结构，也与企业价值无关，但资本会随收益率的不同而发生转移。这是一种抽象出来的理想状态，在现实中是不存在的。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库